

学校编码: 10384
学号: 27720061152835

分类号__密级__
UDC__

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

投资者情绪对股票收益的影响
——基于中国市场的证据

The Effect of Investor Sentiment on Stock Return
——Based on The Evidence of China's Market

张 航

指导教师姓名: 江曙霞教授

专 业 名 称: 金融学

论文提交日期: 2009 年 4 月

论文答辩时间: 2009 年 5 月

学位授予日期:

答辩委员会主席: _____

评阅人: _____

2009 年 4 月

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

摘 要

我国股票市场存在价格波动异常、投资者非理性行为导致的系统风险大以及市场非有效等特征，不满足传统主流金融理论的基本假设。市场上存在的一些金融异象自然无法用标准金融理论来解释，引入投资者情绪理论对于解释我国新兴的股票市场存在的现象具有重要而积极的意义。行为金融理论认为，作为股票市场主体的投资者在投资决策时容易受情绪的影响，因而使投资决策产生系统性偏差，情绪因素可能是影响股票收益的系统性风险。本文通过选取封闭式基金折价率、IPO首日成交量、IPO首日收益率、市场成交量、市场换手率、创新高新低比等6个隐性情绪指标，采用主成分分析法拟合成一个综合市场情绪指数，在Fama和French三因素模型的基础上引入市场情绪指数，分别研究了投资者情绪对市场收益和具有公司特征的资产组合收益的影响程度，进行了投资者情绪指数对股票预期收益的解释能力的实证研究。

我们从实证结果发现：1) 市场情绪指数与市场收益存在明显的横截面效应，投资者情绪是影响股票收益的系统性因子；2) 通过控制公司条件特征，受投资者情绪影响程度大的是那些价值不易发现、套利难度大的投机型股票；3) 投资者情绪对股票预期收益具有一定的解释能力。

关键词： 投资者情绪；股票收益；公司特征效应

厦门大学博硕士论文摘要库

Abstract

There are some characteristics of abnormal fluctuations, higher system risk caused by irrational behavior, and market inefficiency in China's stock market, which cannot satisfy the basic assumptions of traditional standard finance theory. So the financial anomalies existed in stock market cannot be explained by standard finance theory. It is important and meaningful to introduce investor sentiment theory for explaining such anomalies in our newly developing stock market. Behavioral finance theory suggests that the investors, the main part of stock market, tend to make investment decisions arising from systemic bias because of the emotional impact. Emotional factors may be the systemic risks of stock returns.

In this paper, by choosing six implicit sentimental index such as Discount of Closed-end Fund, trading volume on the first day of IPO, returns on the first day of IPO, market trading volume, market turnover and the ratio of stock numbers of which the price hit new high and hit new low, using the statistics method of principal components analysis, we structure a composite market sentiment index. By adding the market sentiment index into the equation of Fama and French's three factors model, we have studied separately the effects of investor sentiment on market returns and returns of asset portfolios which have firm characteristics effects. We also have done empirical research on the explanatory ability of investor sentiment index for stock future returns.

Our empirical results receive three conclusions:

- 1) There is an obvious cross-sectional effect between market sentiment index and the market returns. Investor sentiment is the system factor of stock returns.
- 2) By controlling the conditions of the firm's characteristics, we find that the speculative stocks of which the values are difficult to be found and difficult to be arbitrated are easier effected by investor's sentiment.
- 3) Investor sentiment on stock returns contribute to the explanation of expected stock returns.

Keywords: Investor sentiment; Stock returns; Firm characteristic effect

厦门大学博硕士论文摘要库

目 录

第 1 章 导言	1
1.1 研究背景及意义	1
1.1.1 中国证券市场不符合标准金融理论研究的前提假设	1
1.1.2 对投资者情绪的研究具有重要的理论和现实意义	2
1.2 研究现状	3
1.2.1 投资者情绪理论模型的构建	3
1.2.2 投资者情绪指数的选择	4
1.2.3 投资者情绪对于股票收益的影响研究	5
1.3 研究思路及拟得到的结论	5
1.4 论文的基本框架	7
1.5 创新点和不足	7
1.5.1 本文创新点	7
1.5.2 不足之处	8
第 2 章 投资者情绪文献综述	9
2.1 投资者情绪的定义	9
2.2 投资者情绪度量	9
2.2.1 显性投资者情绪指标	10
2.2.2 隐性投资者情绪指标	10
2.2.3 情绪代理变量指标	11
2.2.4 投资者情绪指标的国内研究状况	11
2.3 投资者情绪对股票当期收益的影响相关研究	12
2.4 投资者情绪对于市场收益的预测能力研究	13
2.5 投资者情绪是影响股票横截面收益的系统性因子	13
第 3 章 情绪指数的构造	16
3.1 情绪指标的选取	16
3.2 情绪指标的处理	16
3.3 市场情绪指数的构造	17

3.3.1 主成分分析方法介绍.....	17
3.3.2 主成分分析结果.....	20
第4章 投资者情绪与市场收益的关系.....	22
4.1 市场收益与Fama-French三因子.....	22
4.1.1 市场收益.....	22
4.1.2 Fama-French 三因子.....	22
4.2 ADF检验.....	23
4.3 情绪指数与市场收益的关系——基于中国股市周期的直观分析.....	23
4.4 情绪指数与市场收益的实证分析.....	27
4.4.1 回归分析.....	27
4.4.2 相关性检验.....	30
4.4.3 格兰杰因果检验.....	31
第5章 用情绪指数解释股票资产组合收益.....	33
5.1 数据处理.....	33
5.2 实证分析.....	35
第6章 情绪指数对股票预期回报率的解释能力.....	38
6.1 方法介绍.....	38
6.2 实证结果分析.....	39
第7章 结论.....	47
参考文献.....	50
附录	
附录1 6个情绪变量初始值与残差序列的时间走势图.....	55
附录2 主成分分析结果.....	58
附录3 模型5回归结果	59
附录4 样本股代码及简称.....	61

Contents

Chapter 1 Introduction.....	1
1.1 Research background.....	1
1.1.1 China' stock market doesn't satisfy the assumptions of standard finance theory.....	1
1.1.2 Doing research on investor sentiment has important theoretical and practical significance	2
1.2 Current research situations.....	3
1.2.1 Investor sentiment model.....	3
1.2.2 Choice of investor sentiment indexes.....	4
1.2.3 Research on the effect of investor sentiment on stock returns.....	5
1.3 Research ideas and expected conclutions.....	5
1.4 Structure.....	7
1.5 Innovations and deficiency.....	7
1.5.1 Innovations.....	7
1.5.2 Limitations.....	8
Chapter 2 Literature Review.....	9
2.1 Definition of investor sentiment.....	9
2.2 Measure of investor sentiment.....	9
2.2.1 Direct investor sentiment indexes.....	10
2.2.2 Indirect investor sentiment indexes.....	10
2.2.3 Proxy variables.....	11
2.2.4 Current situations of domestic research on investor sentiment.....	11
2.3 Research on the effect of investor sentiment on current stock returns.....	12
2.4 Research on the effect of investor sentiment on future stock returns.....	13
2.5 Investor sentiment is the system factor of stock returns.....	13
Chapter 3 Construct the investor sentiment index.....	16
3.1 Choice of investor sentiment variables.....	16
3.2 Processing of investor sentiment variables.....	16
3.3 Construct the investor sentiment index.....	17
3.3.1 Introduction to principle component analysis method.....	17

3.3.2 Results of principle component analysis.....	20
Chapter 4 The relationship between investor sentiment indexes and market returns.....	22
4.1 Market returns and Fama-French three factors	22
4.1.1 Market returns.....	22
4.2.2 Fama-French three factors.....	22
4.2 ADF-test.....	23
4.3 The relationship between investor sentiment indexes and market returns- directviewing analysis based on China's stock market cycle.....	23
4.4 The empirical analysis of the relationship between investor sentiment indexes and market returns.....	27
4.4.1 Regression analysis.....	27
4.4.2 Correlations test.....	30
4.4.3 Granger test.....	31
Chapter 5 Using investor sentiment index to explain portfolio returns of stocks	33
5.1 Data processing.....	33
5.1 Empirical analysis	35
Chapter 6 The explanation abilities of investor sentiment index to stocks' future returns	38
6.1 Introduction of method.....	38
6.2 empirical analysis	39
Chapter 7 Conclusion.....	47
Reference.....	50
Appendices.....	55
Appendix1. Time-trend plots of six sentiment variables and residuals ...	55
Appendix2. Results of principal component analysis	58
Appendix3. Regression results of model 5.....	59
Appendix4. Names and codes of sample stocks	61

第1章 导言

1.1 研究背景及意义

1.1.1 中国证券市场不符合标准金融理论研究的前提假设

全球范围内，证券市场尤其是股票市场越来越成为国际和国内主要融资渠道。股票市场为经济生活提供一种独特的融资、资源配置、调控、反映和导向机制。作为资本市场的核心，股票市场在我国的建立和发展始于改革开放初期，并在近20年的实践中取得了可喜的成就。中国股票市场已作为国民经济的重要组成部分和经济发展的主要推动器，在资本市场上发挥着至关重要的作用。

虽然中国股票市场在短短的发展历史上已经抹出了绚烂的一笔，但与西方发达国家成熟市场相比，还存在较大的差异。主要体现在：

1. 股票市场非完全有效

股票市场有效性是指股票市场的信息有效化。在股票市场有效的条件下，随着新的市场信息的出现，股票价格会迅速地调整，回归股票基本价值。有效的股票市场意味着股票的现实价格能充分反映股票的基本因素及风险因素。

但中国股票市场却普遍存在流通性过强，股票价格波动异常，投资者过度反应引起价格长期偏离基础价值等现象；政策干预明显，市场存在“政策市”、“消息市”等特征，政策成为股票市场起伏的风向标，每次重大政策的出台都将左右着大盘的起伏。而不同结构的投资者对政策的反应存在偏差，进而导致系统风险过高。大量研究表明，中国股市是非有效市场^[1]，因而无法直接利用建立在西方发达证券市场基础上的研究成果进行分析研究。

2. 投资者非理性现象明显

股市的投资主体主要由两类投资者构成：个体投资者和机构投资者。我国股市的个体投资者总体素质偏低，自身的预测和分析能力有限，盲目跟庄、迷信消息、过度信赖专家的现象很普遍。个体投资者对信息的认知偏差的普遍性进而诱发了投资者的群体性非理性行为。随着众多证券投资基金的发行，加之QFII机构和券商队伍的扩大，与前些年中小投资者占多数的构成相比，投资者结构已有明显的改善，机构投资者已成长为主宰市场的力量。但研究表明，即使是机构投资

者,也存在明显的羊群行为,机构投资者的投资决策经过群体交互传染演化为市场整体上的异象。此外,机构投资者在力量壮大的同时,相互之间的博弈通过谈判合谋操纵股市的现象也变得更加严酷。中国股市投资者普遍存在着非理性行为,投资决策受情绪影响很大,“追涨杀跌”、“羊群效应”等特征明显^[2]。

3. 市场避险机制薄弱, 套利非有效

从中国股票市场10多年发展来看,市场避险机制几乎没有,卖空机制的缺失使得投资者只能买入股票等待盈利,而做空策略从很大程度上就意味着亏损。金融创新的不足,衍生品市场的相对落后,保值手段的单一使得投资股票缺乏相应的风险规避措施。对于公平交易的市场而言,缺少市场避险机制的中国股票市场无法为理性投资策略的成功实施提供制度性保障。加之市场规模小,一股独大的现象仍然存在,套利行为缺乏有效的市场利益驱动,使得中国股市从事长线投资的机构投资者为数过少,绝大多数散户及机构投资者都在从事短线投资,导致了市场流动性过高,投机氛围浓厚。

上述分析表明,中国股票市场实际并不符合标准资本市场理论所适用的三大基本假设:1. 理性投资者假设;2. 交易随机性假设;3. 有效套利假设。因而从标准金融理论出发对我国股市收益的研究常常得不到满意的解释。

1.1.2 对投资者情绪的研究具有重要的理论和现实意义

中国股市是一个复杂的系统,采用传统的CAPM理论模型研究中国股市的收益无法取得理想的解释能力。上世纪80年代兴起的行为金融学理论与标准金融学的基本观点相反,从投资者的实际决策心理出发,认为投资者不是理性人而是普通的正常人,投资决策是投资人的一种心理上的计量风险与收益,认知偏差的存在使投资者不能客观、公正、无偏地反映和处理信息;投资者的不完全理性使得对风险的态度是易变的,并非追求最优决策结果而是追求满意的决策结果。这种针对研究投资者实际行为和情绪反应来探讨证券市场真实价格变化的深层次原因的范式,使得对投资决策的研究更贴近实际,也有助于揭开股票收益及波动性的神秘面纱。

投资者情绪理论主要基于以下两个假设:一是市场是非有效的,即套利有效性条件不满足;二是投资者是不完全理性的,即投资者在投资决策过程中受情

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库